



Segmentación bancaria, financiamiento de la inversión y crecimiento económico en economías emergentes

Ericka Judith Arias Guzmán
Felipe Cruz Díaz
Coordinadores

DIRECCIÓN
GENERAL DE
ASUNTOS DEL
PERSONAL
ACADÉMICO



En efecto, el aumento de la deuda pública, con fines de estabilización monetaria, ha obligado a los gobiernos de las economías emergentes a reducir rubros del presupuesto que son fundamentales para el desarrollo, tales como; inversión en infraestructura, educación, salud y seguridad social. Esto ha agravado el deterioro del salario real, que ha sido la variable de ajuste para sostener la competitividad de las exportaciones con tipos de cambio sobrevaluados.

Por lo tanto, es fundamental plantear los problemas que enfrentan las economías emergentes en el financiamiento del desarrollo desde la perspectiva teórica-empírica.

Para tal efecto, el presente libro tiene el objetivo de mostrar la problemática de la escasez de financiamiento del desarrollo en economías emergentes y proponer alternativas de política económica que puedan coadyuvar en la generación de éste.



ISBN: 978-607-02-9201-9



Segmentación bancaria, financiamiento de la inversión y crecimiento económico en economías emergentes coordinado por Ericka Judith Arias Guzmán y Felipe Cruz Díaz, se realizó bajo el auspicio de la Dirección General de Asuntos del Personal Académico de la UNAM, mediante el proyecto PAPIME PE300412 *Sector financiero y financiamiento del desarrollo: controversia actual y evidencia empírica*, del cual es responsable la Dra. Ericka Judith Arias Guzmán.

Primera edición: abril de 2017.

D.R. © 2017 UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
Ciudad Universitaria, Delegación Coyoacán,
C.P. 04510, México, Distrito Federal

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES ACATLÁN
Av. Alcanfores y San Juan Totoltepec, s/n
C.P. 53150, Naucalpan de Juárez, Estado de México
Unidad de Servicios Editoriales

ISBN: 978-607-02-9201-9

Esta edición y sus características son propiedad de la Universidad Nacional Autónoma de México.

Prohibida la reproducción total o parcial por cualquier medio sin la autorización escrita del titular de los derechos patrimoniales.

Impreso y hecho en México
Printed and made in Mexico

Índice

INTRODUCCIÓN	7
LA POLÍTICA MACROECONÓMICA DE ESTABILIDAD Y LOS PROBLEMAS DE DEUDA <i>Arturo Huerta González</i>	11
LA RESTRICCIÓN EXTERNA AL CRECIMIENTO ECONÓMICO PARA LOS PAÍSES EN DESARROLLO DE AMÉRICA LATINA <i>Eduardo Rosas Rojas</i>	31
DESARROLLO FINANCIERO Y BAJO FINANCIAMIENTO A LA PRODUCCIÓN EN MÉXICO <i>Teresa S. López</i> <i>Eufemia Basilio</i>	75
SEGMENTACIÓN DEL MERCADO BANCARIO Y BAJO FINANCIAMIENTO A LA INVERSIÓN EN MÉXICO <i>Luis Ángel Ortiz Palacios</i>	117
FINANCIARIZACIÓN Y SU EFECTO EN LA INVERSIÓN PRIVADA EN MÉXICO 1990-2011 <i>Ana Laura Viveros Jiménez</i>	149
FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO Y BANCA PRIVADA EN MÉXICO: 2000-2013 <i>Gabriel Gómez Ochoa</i>	163

DESARROLLO FINANCIERO Y BAJO FINANCIAMIENTO A LA PRODUCCIÓN EN MÉXICO

*Teresa S. López**
*Eufemia Basilio***

Resumen: El presente capítulo tiene como objetivo hacer una revisión de algunos trabajos que abordan el análisis de la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico en general, y para el caso de México en particular. A partir de esta revisión, se analizarán algunos indicadores estadísticos para explicar la relación entre el desarrollo del sistema financiero, más concretamente del mercado de crédito bancario, y el financiamiento de las actividades productivas en México durante el periodo 1990-2013.

La hipótesis de McKinnon (1973) y Shaw (1973) sostiene que las restricciones gubernamentales sobre el sector financiero distorsionaron el desarrollo de este sector y, por tanto, el financiamiento al crecimiento económico. Tomando como referencia las recomendaciones de política de estos autores, en México se instrumentaron a partir de 1983, una serie de reformas financieras tendientes a desregular el sistema financiero, las cuales se aceleraron y profundizaron a lo largo de la década de los noventa. La instrumentación de estas políticas asumía implícitamente que la desregulación y liberalización financiera conduciría a un incremento del ahorro interno y externo, y ello a una expansión del financiamiento a la inversión. La

* Profesora Titular de la Facultad de Estudios Superiores Acatlán-UNAM

** Académica del Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM y Profesora de la Facultad de Estudios Superiores Acatlán-UNAM

disminución del crédito bancario a los sectores industrial y agropecuario demuestra que dicho objetivo no se cumplió y, por tanto, que es necesario establecer mecanismos de regulación que aseguren el financiamiento de las actividades productivas.

Introducción

Los antecedentes históricos sobre la discusión en torno a la relación que guarda el sistema financiero con el crecimiento económico se remonta a los trabajos de Bagehot (1873) y Hicks (1969). Ellos sostenían que el sistema financiero desempeña un papel clave en la industrialización de Inglaterra, porque facilitó la canalización de altos montos de capital para la creación de grandes obras de infraestructura. Por su parte, Schumpeter (1911) señalaba que cuando los bancos funcionan bien, estimulan la innovación tecnológica, ya que ellos cuentan con la información para ubicar y financiar a los mejores proyectos de inversión, y que dichos proyectos generalmente realizan innovaciones en los procesos de producción y crean nuevos productos. Una visión contraria es la de Joan Robinson (1952), quien sostenía que el desarrollo empresarial antecede al desarrollo de las finanzas, porque el primero es la base del crecimiento económico. De acuerdo con esta economista, el desarrollo económico estimula, mediante la demanda de financiamiento, la creación de instrumentos y mecanismos de financiamiento; mientras que el sistema financiero responde automáticamente a dicha demanda.

La controversia sobre la relación de causalidad entre el desarrollo del sistema financiero y el crecimiento económico no se agotó con el desarrollo y modernización del mismo; por el contrario, ello y la implementación de políticas de desregulación y liberalización financiera a nivel mundial dieron paso al resurgimiento de la vieja discusión sobre la relación que guardan el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Ello estimuló nuevamente la discusión y los análisis al respecto, tanto teóricos como empíricos, desde mediados de la década de los setenta, en el contexto de las reformas al siste-

ma financiero de los Estados Unidos, las cuales se extienden a Inglaterra y Canadá.

Uno de los primeros efectos de la liberalización de los sistemas financieros de estos países fue el incremento de la liquidez en los mercados financieros internacionales. Bajo este contexto, en los primeros años de la década de los ochenta, los países en desarrollo en general, y los de América Latina en particular, emprenden un proceso de reformas tendientes a desregular sus economías, en específico la apertura del sector externo y la desregulación de sus sistemas financieros. Entre estas economías se encontraban la argentina, brasileña, chilena, colombiana y mexicana, las cuales se convirtieron en el principal destino de los flujos de capital de corto plazo de los países industrializados hacia las economías en desarrollo y emergentes.

El flujo masivo de capitales externos hacia las economías en desarrollo y emergentes se manifestó en un incremento de los indicadores de profundidad financiera, como el cociente M4/PIB que generalmente es considerado como un indicador del desarrollo financiero. Sin embargo, ese indicador y otros, como el incremento de las relaciones cartera de crédito/activos totales, no se reflejó en un mayor financiamiento a las actividades productivas en este tipo de economías. Por el contrario, la apertura de su cuenta de capitales como mecanismo de integración financiera a los mercados financieros internacionales, no solo propició la contracción del financiamiento a las actividades productivas, sino, además, ha generado inestabilidad monetaria y financiera debido a las asimetrías en tamaño y estructura de sus sistemas financieros comparados con los de los países desarrollados. De tal forma que, la expansión del crédito generó inestabilidad financiera en general, y fragilidad en el mercado bancario en particular, que condujeron a las crisis cambiaria-bancarias de México (1994-1995) y Brasil (1999).

Estas crisis financieras demostraron que los bancos privados dejados a las libres fuerzas del mercado, priorizaran el financiamiento de actividades altamente rentables en detrimento de las actividades productivas. En efecto, en ausencia de mecanismos regulatorios que

dirijan el crédito a sectores económicos prioritarios y de una estructura de tasas de interés preferencial, la banca comercial contó con toda la libertad para colocar el crédito en sectores altamente rentables, como el crédito al consumo e hipotecario, y en instrumentos derivados, en detrimento del financiamiento de las actividades productivas.

El bajo crecimiento económico a nivel mundial, que se viene registrando desde finales de la década de los noventa, mismo que se convirtió en recesión con la crisis de la Zona Euro y la crisis financiera internacional de 2007-2010, cuyos efectos están presentes actualmente, profundizó las imperfecciones de los sistemas financieros de los países en desarrollo provocadas por las políticas de desregulación, como son: 1) la desintermediación bancaria tradicional, 2) el carácter rentista de los bancos, y 3) la fragilidad financiera provocada por la expansión del crédito al consumo e hipotecario en un contexto macroeconómico de bajo crecimiento del producto y el empleo.

En el caso de México, la entrada de elevados montos de capital de corto plazo entre 1989-1994, atraídos por la reforma financiera y la venta de empresas públicas y bancos, profundizaron las distorsiones estructurales en el funcionamiento de los canales financieros domésticos, como son un mercado de títulos privados poco profundos y alta dolarización de pasivos (Studart, 2003). A ello se sumó el poder oligopólico de la banca en el mercado de crédito, que antes de la desregulación financiera se caracterizó por financiar consorcios privados, otorgar créditos de corto plazo, mantener altos montos de títulos gubernamentales y excluir a sectores de ingresos bajos y medios de los circuitos del ahorro bancario.

Hacia finales de la década de los noventa y principios de la primera década del actual siglo, las modificaciones al marco jurídico y regulatorio para permitir la participación del capital extranjero en la propiedad de la banca local dieron paso a la *extranjerización* de la misma. Se suponía que dicha reforma, al igual que las aplicadas en la década de los noventa, conducirían al desarrollo del sistema financiero y, en consecuencia, al fortalecimiento de la función de intermediación de la banca, porque al incrementarse el ahorro

nacional se elevaría la disponibilidad de recursos para financiar la inversión. En general, este objetivo no se cumplió, ya que después de la crisis cambiario-financiera de 1994-1995 la reducción del financiamiento bancario a las actividades productivas se profundizó.

El objetivo de este capítulo es analizar algunos indicadores estadísticos y gráficos para el periodo 1990-2013, sobre la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico para el caso de México, en el contexto de la desregulación financiera y la adopción a partir de 2001, del modelo macroeconómico de metas de inflación. La hipótesis que guía este análisis sostiene que, durante el periodo que el sistema financiero mexicano estuvo regulado mediante mecanismos de control de tasas de interés y políticas selectivas y de cajones de crédito, la relación entre el sistema financiero y el crecimiento económico conformó una relación de interdependencia que dio origen a un círculo virtuoso. Por tanto, la relación de causalidad fue bidireccional. Este círculo virtuoso se rompe con la desregulación y liberalización financiera, pues la banca comercial mexicana dejada a las libres fuerzas del mercado, en su búsqueda por elevados márgenes de ganancias ha privilegiado el otorgamiento de crédito de corto plazo a sectores cuya sensibilidad a las variaciones de las tasas de interés es baja, como el crédito al consumo, y en menor medida al sector hipotecario. La crisis cambiario-financiera de 1994-1995 fue el resultado de estas prácticas y de la *financiarización* de los recursos de la banca comercial, ya que ésta ha elevado la proporción de sus recursos en inversiones de instrumentos sintéticos (derivados, *swaps*, etc.).

El capítulo está estructurado en cuatro apartados. Después de esta introducción, en el segundo apartado se presenta una revisión de algunos de los principales trabajos que analizan la relación desarrollo financiero y crecimiento económico en general. En el tercero se revisan algunos trabajos recientes sobre esta relación para el caso de México. Finalmente, en cuarto apartado se analiza la estructura y evolución del crédito bancario a través de algunas razones de profundidad financiera, así como el comportamiento de la

formación bruta de capital fijo (FBKF) para establecer algunas relaciones entre la intermediación bancaria y el crecimiento económico.

Revisión general de la literatura. Desarrollo financiero y crecimiento económico

La mayoría de los estudiosos coinciden en que el crecimiento económico requiere de una intermediación financiera que proporcione recursos en las mejores condiciones de disponibilidad, plazos de vencimiento y costos a los sectores productivos prioritarios y estratégicos, según las características estructurales e históricas de cada país. Sin embargo, la reducción del crédito bancario a las actividades productivas en las economías en desarrollo en general, y en México en particular, demuestra que el financiamiento a la inversión ha dejado de ser la principal función de la banca comercial. Ello es grave si consideramos que en la mayoría de estas economías el sector bancario fue el eje del financiamiento de la actividad económica, dado el bajo desarrollo del sector bursátil.

Antecedentes históricos de la investigación sobre la relación crecimiento económico y desarrollo financiero

En 1911, Schumpeter planteó la hipótesis de que el desarrollo del sistema financiero, entendiendo por ello la canalización del ahorro y la facilidad para realizar las transacciones financieras, fuera un factor esencial en el proceso de innovación tecnológica y crecimiento económico, lo que se suponía que el financiamiento se canalizaba a todos los sectores productivos, porque ello generará una mayor inversión en todas las actividades económicas. Posteriormente, Goldsmith (1969) realizó una investigación para explicar la relación entre el crecimiento económico y algunos indicadores del desempeño del sistema financiero. Este estudio ha sido considerado como uno de los trabajos pionero del siglo XX sobre el tema, el mismo se basó en una muestra de 35 países, con datos para el periodo 1860-1963. Los resultados llevaron a Goldsmith a dos conclusiones: a) el

comportamiento de la economía está vinculado positivamente al desarrollo financiero, y b) las etapas de mayor crecimiento económico están asociadas a una tasa de desarrollo financiero mayor a la tasa promedio.

El estudio realizado por McKinnon-Shaw (1973) da origen a la hipótesis de la *represión financiera*, la cual sostiene que las restricciones gubernamentales sobre el sistema financiero (límites a las tasas de interés, elevados requerimientos de reservas, programas de crédito dirigido, etc.) obstruyen y distorsionan el desarrollo de los sistemas financieros y, en consecuencia, inhiben el crecimiento económico debido a que el ahorro es bajo. De acuerdo con estos autores, estas restricciones provocan imperfecciones en los mercados financieros que se manifiestan en una asignación ineficiente de los recursos financieros.

A partir de la hipótesis de Schumpeter, King y Levine (1993a) realizan un estudio econométrico con una muestra de 80 países, para un periodo de aproximadamente 30 años. Ellos parten de la tesis que sostiene que los efectos positivos del desarrollo del sistema financiero se transmiten a la inversión y la productividad a través de dos mecanismos: i) la acumulación de capital físico y b) la eficiencia en su distribución. Los resultados empíricos de su modelo confirman su tesis, esto es, una relación positiva entre el desarrollo del sistema financiero y la inversión y la productividad.

Los resultados de otro trabajo de King y Levine (1993b) son importantes porque rescatan dos problemas estructurales de los países en desarrollo, como la heterogeneidad en la acumulación de capital a nivel sectorial y la ineficiencia en la distribución del financiamiento. Por otro lado, estos autores vinculan la acumulación de capital con la tesis de la *destrucción creativa* de Schumpeter, que argumentaba que la innovación tecnológica es el motor del desarrollo económico. Al respecto, recordemos que Schumpeter sostenía que el proceso de innovación tecnológica implicaba la destrucción de viejos esquemas y modelos de producción y de negocio, para dar paso a nuevos bienes de capital que incrementan la productividad del "emprendedor innovador", lo que a su vez eleva la tasa de cre-

cimiento de la actividad económica. En este proceso, Schumpeter señalaba que era fundamental la correcta y eficiente canalización de los recursos financieros hacia toda la economía, pero en particular hacia los sectores productivos motores del crecimiento y de la innovación tecnológica.

En 1995, Levine analiza la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico para 80 países, a partir de diversos indicadores de desarrollo financiero con técnicas de regresión en sección cruzada. Los resultados muestran que los países con sistemas financieros más profundos y desarrollados en 1960, registraron un crecimiento económico más rápido en los siguientes 30 años que los países con sistemas financieros inicialmente más pequeños y menos desarrollados. Estos resultados muestran una relación positiva entre desarrollo financiero y crecimiento económico; relación que es interpretada por los autores en el sentido de que el crecimiento económico puede verse estimulado por el desarrollo de los sistemas financieros.

Los estudios realizados por Greenwood y Jovanovic (1990) y King y Levine (1993b),

Siguiendo la hipótesis de la *represión financiera* de McKinnon-Shaw, concluyen que los mecanismos de control gubernamental sobre el sistema bancario reducen la tasa de crecimiento de la economía. En otros estudios, como el realizado por Fry (1989, 1997), se argumenta que el desarrollo del sistema financiero tiene un efecto positivo sobre el crecimiento económico a través del volumen y la eficacia de la inversión. A los mismos resultados llegan las investigaciones sobre el crecimiento endógeno que incluyen como variables endógenas al crecimiento económico y a las instituciones financieras.

Al respecto, Andriesz, Asteirou y Pilbeam (2003) señalan que los modelos de crecimiento endógeno que incluyen de forma endógena el desarrollo del sistema financiero, así como los estudios que asumen explícita o implícitamente la hipótesis de la represión financiera de McKinnon-Shaw, no establecen claramente la dirección de causalidad entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. Dichos autores, sostienen que en todos estos modelos la intermedia-

ción financiera se asume explícitamente, y de ahí se deriva el efecto positivo de ésta sobre el crecimiento económico. Ello es así, porque, de acuerdo con estos autores, en estos análisis se parte del supuesto de mercados financieros perfectos.

En el caso de los países en desarrollo, son pocos los estudios que se han realizado sobre la relación desarrollo financiero-crecimiento económico desde la perspectiva teórica de los mercados financieros imperfectos. Entre estos trabajos se encuentran los de Van Winjbergen (1983) y Stiglitz (1993), en los que se señala que las imperfecciones en el mercado financiero (asimetrías en la información y la competencia imperfecta tanto en el mercado de crédito como en el mercado de depósitos, etc.) pueden tener efectos negativos sobre el crecimiento económico. Estas imperfecciones se profundizaron con la desregulación financiera y, por ende, con la libre movilidad del capital a nivel internacional, ya que la banca comercial ha orientado el crédito sectores más rentables, como el crédito al consumo, y priorizando el crédito de corto plazo, en detrimento del financiamiento a la formación de capital fijo.

Este comportamiento de la banca comercial contradice la tesis de Schumpeter, que sostiene que la intermediación financiera es un factor fundamental en el proceso de innovación tecnológica y crecimiento económico, ya que, de acuerdo con él, para que ello sea así, el financiamiento debe canalizarse a todos los sectores productivos, y en particular a los sectores innovadores de tecnología.

Con el riesgo de caer en generalizaciones, podemos clasificar la literatura revisada en tres grupos, según la importancia que se le ha asignado al desarrollo financiero en el crecimiento económico. En el primer grupo se incluyen los trabajos de Schumpeter (1911), Goldsmith (1969), McKinnon (1973), Shaw (1973), King-Levine (1993a, 1993b) y Levine (1995), Bencivenga y Smith (1991, 1993). En todos estos trabajos se asume la existencia de mercados financieros perfectos, y se sostienen que el desarrollo del sistema financiero es fundamental para el crecimiento económico. Así mismo, se presume implícitamente que la relación de causalidad va del desa-

rrollo del sistema financiero al crecimiento económico, pero dicha causalidad no se demuestra.

En el segundo grupo se incluyen los trabajos de Robinson (1952), Lucas (1988), Stern (1989), quienes a partir de enfoques teóricos y evidencia empírica distintas, sostienen que el desarrollo del sistema financiero no es determinante en el crecimiento económico. En el caso de J. Robinson, el crecimiento económico determina el desarrollo del sistema financiero, porque aquél estimula el incremento de la inversión, y ello incentiva el surgimiento de nuevos instrumentos para captar los recursos excedentes y financiar la actividad económica. Por su parte, Lucas (1988), considera que la formación y capacitación del capital humano es un factor clave para el crecimiento económico. En el caso de Stern, después de analizar el efecto de varios factores sobre el crecimiento económico para una muestra de países en desarrollo, así como de la revisión de un amplio número de estudios sobre el tema, llega a la conclusión del que el crecimiento económico está determinado por varios factores, y que la intervención del Estado en la economía es fundamental para corregir las imperfecciones de los mercados financiero, de bienes y de trabajo. Respecto al crédito bancario, argumenta que las modernas teorías dan cuenta clara de los problemas que representa el acceso al crédito para los pequeños productores en los países en desarrollo, debido a las prácticas de racionamiento del financiamiento para la inversión y el énfasis en la calificación y evaluación del riesgo del crédito. Además, según Stern, deben considerarse las prácticas corruptas en los procesos de asignación del crédito del sector público, pues esto reduce la eficacia de este tipo de financiamiento.

Finalmente, en el tercer grupo se incluyen investigaciones como las de Van Wijnbergen (1983), Buffie (1984) y Stiglitz (1993), entre otras, que reconocen un impacto negativo del funcionamiento del sistema financiero sobre el crecimiento económico. Este impacto se hizo más evidente con la liberalización financiera, porque la competencia al interior del mercado de crédito bancario condujo a la segmentación del mismo y al desarrollo de la banca nicho que privilegia el crédito al sector servicios, donde se incluye el crédito al consumo e

hipotecario, hipotecario y de servicios, en este último caso, al consumo (Solorza, 2008).

Investigaciones recientes sobre la relación crecimiento económico e intermediación financiera

En años recientes se han realizado investigaciones empíricas para establecer la relación de causalidad entre la intermediación financiera y el crecimiento económico en el contexto de la desregulación y liberalización de los sistemas financieros locales. Las investigaciones de La Porta, *et al.* (1997) y Levine (2005) centran su análisis en las funciones que presta el sistema financiero a la economía,²¹ por considerar que estas contribuyen a disminuir los costos de transacción, de obtención de información y de cumplimiento de los contratos (derechos del acreedor). De ahí que, para dichos autores los factores institucionales sean fundamentales en el crecimiento económico, ya que ellos determinan las condiciones del financiamiento externo de las empresas. En otras palabras, los factores institucionales determinan el desarrollo financiero, y éstos a su vez el financiamiento de las empresas.

Otros trabajos han tenido como objetivo establecer la relación de causalidad subyacente entre desarrollo financiero y crecimiento económico, así como la importancia de que el sistema financiero se desarrolle por la vía del mercado bancario o del mercado bursátil, en particular por la vía del desarrollo del mercado de capitales. En estos trabajos se han utilizado diversos enfoques, como estudios a nivel de industrias y a nivel de firmas, y distintas técnicas y métodos econométricos, como los de corte transversal, paneles, serie de tiempo. Algunas de estas investigaciones son las realizadas por Levine y Zervos (1998), cuyos resultados muestran que el desarrollo

²¹ Dichas funciones las clasifican en cinco: 1) Información previa sobre proyectos de inversión rentables y ubicación de capital en sectores rentables, 2) Vigilancia de las inversiones realizadas y de los gobiernos corporativos; 3) Diversificación y administración del riesgo, 4) Intermediación del ahorro, y 5) Instrumentos de pagos para facilitar el intercambio de bienes y servicios.

financiero precede al crecimiento del producto. Por su parte, los trabajos de Levine, Loayza y Beck (2000), quienes utilizaron el método de Variables Instrumentales, y los estudios de Beck, Levine y Loayza (2000) y Beck y Levine (2004) que usaron el modelo de Paneles Dinámicos, concluyen que la relación de causalidad va del desarrollo financiero al crecimiento económico en el largo plazo, y que el efecto sobre el crecimiento del producto per-cápita es económicamente significativo.

En estudios realizados con el método de Corte Transversal, como los de Corbo, *et al.* (2004), que analizan los efectos de las instituciones y de las políticas sobre el crecimiento económico, considerando variables como la calidad de las instituciones (tomando como indicador la apertura de la economía) y profundidad financiera (cuyo indicador fue el gasto público), los resultados muestran que las variables de política no son relevantes, pues sus resultados son estadísticamente no significativos. Por el contrario, el grado de desarrollo financiero resultó significativo en el crecimiento económico, pero su significancia económica fue menor al reportado por otras investigaciones; por ejemplo, las investigaciones mencionadas en el párrafo de arriba. A partir de estas estimaciones, estos autores llegan a la conclusión de que aproximadamente el 65 por ciento de la diferencia de crecimiento entre América Latina y Asia durante la década de 1990, se explica por la diferencia en el desarrollo financiero de ambas regiones.

Los resultados de los estudios que se han realizado con datos microeconómico tanto a nivel de industrial (Rajan y Zingales, 1998) como de empresa (Demirgüç-Kunt y Maksimovic, 1998) muestran que los sistemas financieros más desarrollados contribuyen a eliminar las imperfecciones de los mercados bancarios, tales como los elevados costos de transacción y las asimetrías en la información. Concretamente, se señala que un mayor desarrollo financiero reduce la diferencia entre el costo de conseguir financiamiento interno y externo a las firmas. De acuerdo con estos autores, el desarrollo financiero tiene efectos positivos sobre el crecimiento económico porque reduce los problemas de información que enfrentan las fir-

mas en el momento de acceder al financiamiento y ubicar oportunidades de inversión.

Algunos trabajos que evalúan si el desarrollo financiero depende de la evolución del mercado bancario o del mercado bursátil o de ambos (Demirgüç-Kunt y Levine, 2001a, 2001b; Levine, 2003; Tadesse, 2002; Beck y Levine, 2004; Carlin y Mayer, 2003) muestran que la estructura del sistema financiero es irrelevante para el crecimiento económico.

De la bibliografía revisada sobre la relación de causalidad entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, podemos resumir los resultados empíricos en tres grupos. En el primero se incluyen los trabajos que sostienen que el desarrollo financiero impacta en el crecimiento económico en el largo plazo, y cuyo efecto es económicamente significativo (Levine, Loayza y Beck, 2000; De Gregorio y Guidotti, 1995). En el segundo están las investigaciones que afirman que el desarrollo del sistema financiero contribuye al crecimiento económico en la medida que facilite a las empresas el acceso al crédito en condiciones favorables (costos, plazos, disponibilidad, etc.) y a localizar oportunidades de proyectos de inversión. En el tercero se agrupan los trabajos que tienen por objetivo analizar los efectos del desarrollo financiero haciendo la distinción entre los efectos del mercado bancario de los del mercado bursátil. Estos estudios llegaron a la conclusión de que dicha distinción es irrelevante para el crecimiento económico.

Como vemos, no existe evidencia empírica contundente para sostener que el desarrollo del sistema financiero determine el crecimiento económico. Todo parece indicar que el desarrollo financiero y el crecimiento económico son parte de un mismo proceso que se determina de forma bidireccional; esto es, recíprocamente porque ambos están inter-relacionados.

Revisión de la literatura para el caso de México. Desarrollo financiero y crecimiento económico

A nivel internacional, existe una variedad de estudios teóricos y empíricos sobre la relación que mantiene el sistema financiero con el crecimiento económico; sin embargo, para el caso de México existen pocas investigaciones empíricas al respecto. La investigación realizada por Ruiz (2004) arroja efectos diferenciados en la relación entre sistema financiero y crecimiento económico para Argentina, Brasil, Chile, Colombia y México. Dichos efectos son interpretados por el autor como un indicador de que algunos sistemas financieros específicos pueden contribuir al crecimiento económico.²² Sin embargo, la conclusión más importante de sus resultados es de orden teórico, porque sugiere que la inter-dependencia y las externalidades son importantes tanto a nivel de país como entre regiones geográficas distintas. De hecho, el crecimiento económico y los indicadores financieros parecen estar mejor correlacionados si se considera la interdependencia regional. Cabe señalar que estas conclusiones son consistentes con los resultados obtenidos por estudios para las economías asiáticas.

Revisión de la literatura reciente para el caso de México

La investigación realizada por Venegas, Tinoco y Torres (2009) sobre la relación entre desarrollo financiero, represión financiera y crecimiento económico en México durante el periodo 1961-2007,

²² En este estudio se utiliza un procedimiento de doble técnica econométrica que incluye regresiones de Mínimos Cuadrado Ordinarios (MCO) y modelos de SERSRA (acrónimo en español de Sistema de Ecuaciones de Regresión Sin Relación Aparente, que corresponde al acrónimo SURE de *Seemingly Unrelated Regression Equation*) de Zellner-Schmidt), para medir el impacto del desarrollo de los sistemas financieros sobre el desarrollo económico y evaluar los efectos de externalidades en una muestra de países conformada por Argentina, Brasil, Chile, Colombia, y México, con datos anuales de 1948-1998, utilizando estimaciones de crecimiento endógeno.

para conocer sus efectos de corto y largo plazo, arroja resultados que conducen a estos autores a formular las siguientes conclusiones: i) El desarrollo financiero tuvo un impacto positivo en el crecimiento; sin embargo, éste fue pequeño. En otras palabras, una relación causal unidireccional débil del primero al segundo. ii) La represión financiera provocó (tendencia) en el largo plazo un efecto negativo en el crecimiento económico. iii) La represión financiera tienen un efecto negativo sobre el desarrollo financiero, según los resultados de estos autores, la magnitud del efecto de la primera sobre el segundo es inversamente proporcional. Aunque no se pudo detectar algún efecto de corto plazo entre el desarrollo financiero, la represión financiera y el crecimiento económico (medido por el PIB). Es decir, ni la represión financiera ni el desarrollo financiero incidieron en el corto plazo en la dinámica del PIB; de la misma forma, la represión financiera tampoco tuvo efectos en el desarrollo financiero en el corto plazo.

Cabe señalar que estos resultados difieren con los de otras investigaciones para el caso de México, que utilizaron la metodología de Series de Tiempo, como fue el caso de Bandiera, *et al.* (2000), cuyos resultados le llevan a sostener que la represión financiera influyó positivamente en el desarrollo financiero, concretamente en el incremento del ahorro privado. Por su parte, Arestis y Demetriades (1999) identificaron la existencia de una relación de causalidad bidireccional entre desarrollo financiero y crecimiento económico en México. Por su parte, el estudio de Rodríguez y López (2009) arrojó resultados en esta misma dirección, ya que encontraron la presencia de una relación causal bidireccional positiva, aunque no se precisa cuáles son los mecanismos de transmisión de los efectos positivos del sistema financiero a la actividad económica.

Finalmente, la investigación realizada por De la Cruz y Alcántara (2011) para determinar si existe una relación de causalidad entre el crédito bancario y los principales sectores de la actividad económica, y si dicha relación es de largo plazo, utilizando la técnica de Vectores Autorregresivos (VAR) y de Corrección de Error (VEC), arrojó resultados que apuntan en tres direcciones: 1) El único

crédito que impacta a la economía es el crédito otorgado al consumo y a los servicios. Si bien los resultados no permiten rechazar que el crédito otorgado por la banca comercial tiene un impacto positivo en la actividad económica, los autores precisan que la relación positiva y de largo plazo del crédito con el crecimiento económico se sostiene por el crédito al consumo. Esto se comprueba con la existencia de una relación de causalidad bidireccional entre el Índice Global de Actividad Económica (IGAE) y el crédito bancario al consumo.

De acuerdo con los autores, esta relación es un indicador de la *bancarización* del consumo, que se viene registrando de los primeros años de la década de 1990. 2) Se detectó que el crecimiento del crédito al consumo generó una burbuja crediticia previa a la crisis de 2009. Los autores consideran que, el incremento del crédito al consumo en condiciones de bajo crecimiento económico es uno de los factores que está en el origen de la inestabilidad financiera. De ahí que señalen que es necesario establecer mecanismo de regulación del sistema financiero. 3) Existe una interacción limitada entre el sector real de la economía y el sistema financiero, debido a dos factores: a) el crédito bancario otorgado a los sectores productivos ha registrado una tendencia a disminuir comparada con el crédito al consumo y b) el desempeño de la actividad económica ha sido modesto y débil.

De esta investigación se desprende que, el efecto positivo del crédito bancario al consumo, y en menor medida al sector hipotecario inducido por la política del gobierno federal de estimular el crecimiento económico por la vía de la construcción de vivienda de interés social, sobre la demanda agregada es una relación insostenible a nivel macroeconómico en el largo plazo, porque este tipo de crédito por sí mismo no genera los efectos multiplicadores necesarios para inducir el crecimiento del producto y el empleo. En consecuencia, en la medida que el crédito al consumo se incrementa a un ritmo mayor que el crecimiento del ingreso y el empleo, este comportamiento se convertirá en una fuente permanente inestabilidad financiera.

Como vemos, al igual que en el caso de las investigaciones empíricas a nivel internacional, las investigaciones sobre la relación en-

tre desarrollo financiero y crecimiento económico para el caso de México tampoco son concluyentes. Ello plantea, por un lado, la necesidad de realizar análisis econométricos más desagregados y, por el otro, incorporar otras variables para medir tanto el desarrollo financiero como el impacto de crédito bancario sobre el crecimiento económico.

La relación desarrollo financiero y crecimiento económico: una relación bidireccional e histórica

Al no existir evidencia empírica contundente y suficiente que permita aceptar que el desarrollo financiero tiene un efecto unidireccional y positivo sobre el crecimiento económico, podemos sostener que el desarrollo del sistema financiero *per se* no garantiza el crecimiento económico, y tampoco asegura que el ahorro de la economía se convierta en financiamiento de la inversión. Asimismo, si consideramos el bajo crecimiento que viene registrando la economía mexicana desde 1996, resultado de la aplicación de una política fiscal pro-cíclica como parte del esquema de metas de inflación, para asegurar la estabilidad monetaria mediante la contracción del mercado interno, podemos argumentar que el crecimiento económico depende de varios factores. Uno de estos factores es el financiamiento bancario, pero existen otros factores tan importantes, o quizás más que éste, como el crecimiento de la demanda efectiva y el empleo, pues ello genera expectativas positivas de ganancias, las que a su vez determinan las decisiones de nuevas inversiones.

En concordancia con lo anterior, sostenemos que la relación de causalidad entre el desarrollo financiero y el crecimiento de una determinada economía, es el resultado de un proceso que se determina mutuamente, es decir, es bidireccional. En este sentido, compartimos la visión de Schumpeter (1911) que sostiene que cuando los bancos funcionan "bien", esto es, cuando el crédito llegar a todos los sectores productivos y, en particular a los sectores motores del crecimiento y la innovación tecnológica, el sistema financiero se convierte en factor importante para el crecimiento económico. Asi-

mismo, compartimos la tesis de Joan Robinson (1952), que sostiene que el desarrollo empresarial antecede al desarrollo de las finanzas, porque, de acuerdo con el marco teórico de esta autora, el desarrollo de las empresas implica crecimiento económico, y éste supone la expansión de la inversión. En la medida que la demanda efectiva se eleve, las ganancias de las empresas se realizarán y, por tanto, se incrementará el ahorro y la re-inversión de utilidades.

Esto último impulsa el desarrollo de los sistemas financieros, y las características del mismo dependerán de la estructura y evolución histórica de cada país. Históricamente, el desarrollo económico estimuló, mediante la demanda de financiamiento, el desarrollo de los sistemas financieros, ya que aquél indujo la creación de instrumentos y mecanismos de financiamiento con el objetivo de generar mayor liquidez y reducir el desfase de plazos entre los depósitos (generalmente de corto plazo) y el crédito (generalmente de mediano plazo). Ello configuró un círculo virtuoso; esto es, un proceso con relación de causalidad bidireccional, que se reforzó con el establecimiento de mecanismos de supervisión y control de las operaciones financieras en general, y bancarias en particular. Esta visión está implícita en el análisis histórico de Chick (1993) sobre la evolución de los bancos, para entender el carácter endógeno del dinero y los cambios en la política de los bancos centrales. Enfoque que se complementa con las aportaciones de Toporowski (2001, 2013) sobre el carácter histórico de las innovaciones en el sistema financiero, las cuales son inherentes al desarrollo histórico del capitalismo.

El círculo virtuoso entre desarrollo financiero y crecimiento económico se rompe en el momento que se eliminan los mecanismos de regulación y supervisión sobre las actividades financieras. En el caso de las economías desarrolladas, la relación de interdependencia entre desarrollo financiero y crecimiento económico duró casi cuatro décadas, si consideramos que en 1933 entró en vigor la Ley Glass-Steagall (Banking Act) en los Estados Unidos, y que en los primeros años de la década de 1970, esta normatividad es eliminada, para dar paso a la liberalización de su sistema financiero. En el caso de las economías en desarrollo, dicha relación se mantuvo por

más de tres décadas, pues los sistemas de regulación financiera, en general, se establecen a principios de la década de 1940, paralelo a los procesos de industrialización de estas economías, y los mismos son eliminados en los primeros años de la década de 1980, en el contexto de las crisis de la deuda externa.

Las políticas de desregulación y liberalización financiera al eliminar la supervisión prudencial y los mecanismos de control de las tasas activas y direccionamiento del crédito hacia las actividades económicas prioritarias para el crecimiento económico, provocaron que la relación bidireccional entre desarrollo financiero y crecimiento económico se convirtiera en círculo vicioso, pues la modernización de los sistemas financieros y las innovaciones tecnológicas en los mismos se tradujeron una reducción del financiamiento a la inversión.

Liberalización y profundidad financiera *vs* financiamiento del crecimiento económico en México

Como se mencionó en la introducción, el objetivo del capítulo y, por tanto, de este apartado, es analizar algunos indicadores estadísticos y gráficos sobre la relación entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico para el caso de México, en el contexto de la desregulación financiera y la adopción a partir de 2001, del modelo macroeconómico de metas de inflación.

Estabilidad monetaria con bajo crecimiento económico. Una visión macroeconómica

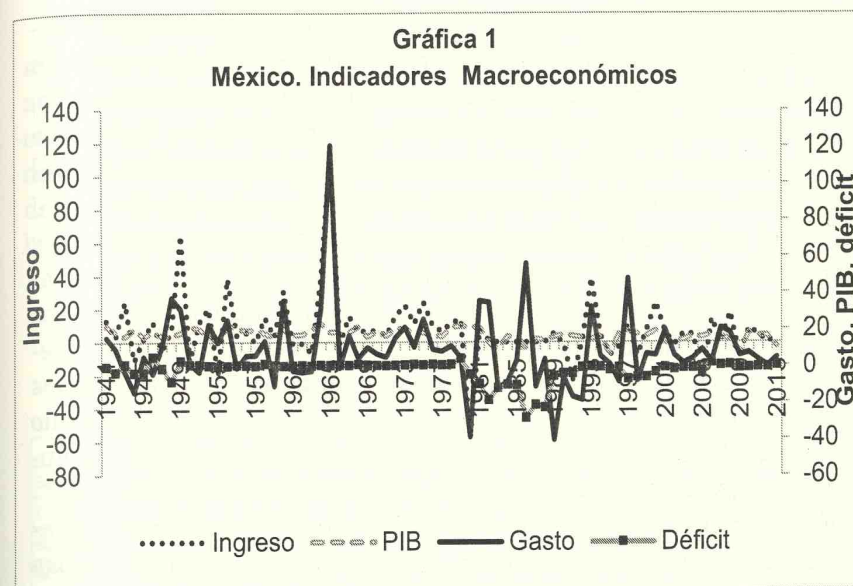
El largo periodo que va de 1950 a 1976, bajo un sistema financiero regulado y un manejo contra-cíclico de la política fiscal cuyo eje central fue la inversión pública en los sectores productores de bienes y servicios básicos, la economía mexicana creció a tasas anuales mayores al 4 por ciento (Basilio, 2012). En la Gráfica 1 se observa que durante el periodo 1958-1970, conocido como el *desarrollo estabilizador*, el crecimiento sostenido permitió alcanzar la estabilidad

monetaria acompañado de finanzas públicas manejables, con déficits primarios, en promedio anual, del 2 % como proporción del PIB.

En un contexto macroeconómico marcado por la severa recesión y fragilidad financiera que generó el *boom petrolero* de los años 1979-1982, misma que condujo al estallamiento de la crisis de la deuda externa, el ritmo de crecimiento estable y sostenido se rompe. A partir de 1983, para enfrentar la grave recesión y las presiones inflacionarias se instrumentaron políticas de estabilización y ajuste macroeconómico de corte ortodoxo con el objetivo de estabilizar la economía. Paralelamente, se aplican reformas económicas tendientes a desregular la economía, en específico los sectores financiero y externo.

Los problemas de liquidez y restricciones en el acceso al financiamiento externo agravaron los efectos recesivos e inflacionarios generados por crisis de la deuda externa de 1982. En 1988, las reformas estructurales se aceleraron bajo el argumento de que era necesario crear las condiciones institucionales y económicas que permitieran adoptar una estrategia macroeconómica basada en el crecimiento del sector exportador y en la dinámica del sector privado de la economía. Ello implicaba acelerar las reformas económicas e institucionales que se habían iniciado en 1983 (Solís, 1996), para avanzar en la eliminación de la participación del Estado en la actividad económica, la desregulación del sistema financiero y la liberalización del sector externo. A partir de este año y hasta 2013, el PIB ha registrado un crecimiento irregular y bajo; las fases de expansión son de muy corta duración y su crecimiento no son mayores al 2 por ciento en promedio anual, en tanto que las etapas recesivas son muy profundas y el tiempo de recuperación es mayor; sin lograr alcanzar las tasas de crecimiento de entre 4 y 6 por ciento que se registraron en el periodo del *desarrollo estabilizador* (ver Gráfica 1).

En la Gráfica 1 se observa que la estabilidad en precios y el equilibrio en las finanzas públicas que se viene registrando desde el año 2000, es resultado de la contención del crecimiento económico por la vía de la reducción de la demanda agregada, concretamente de la demanda interna.



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI y Banco de México.

Concentración y extranjerización de la banca comercial

Durante la primera mitad de la década de 1990, se acelera y profundiza el proceso de desregulación y liberalización del sistema financiero con la venta de los bancos al sector privado y el otorgamiento de la autonomía al Banco de México. Ello se reflejó en una mayor concentración de los activos del sector bancario; tendencia que se reforzó en los años posteriores a la crisis bancaria de 1995, con la estrategia de fusiones y adquisiciones adoptada por los bancos más grandes para adquirir bancos pequeños y medianos que enfrentaban problemas de insolvencia.

Hacia el año 2000, la concentración de los activos y pasivos sector bancario registra cambios radicales como resultado de las modificaciones al marco jurídico que normaba la participación del capital extranjero, para permitir la participación de éste en la propiedad de la banca nacional. A la mayor concentración de activos y pasivos en

el sector bancario también contribuyó la privatización de los sistemas de seguridad social y la participación de los bancos extranjeros como administradores de los fondos de pensión. De tal forma que, hacia 2001, había sido eliminada la anterior estructura financiera que se caracterizan por el predominio de la propiedad del capital local y mecanismos de regulación y control compensatorios que utilizó el gobierno para canalizar recursos al sector productivo, y sustentada en el sector bancario como principal fuente de financiamiento de las actividades productivas. Con la eliminación de estos mecanismos, como los encajes legales y control de las tasas de interés, la transformación de la banca de desarrollo y otros mecanismos de política monetaria, a través de los cuales se promovió el desarrollo económico (Ortíz, 2009), se renunció al ejercicio de la política financiera para inducir el financiamiento del crecimiento económico.

En el proceso de concentración de los activos del sistema bancario durante los años 1990-2013, podemos distinguir tres etapas (Clavellina, 2013). La primera incluye los años 1990-1994, que corresponde al proceso de venta de los bancos. Los cambios en la participación de los bancos en los activos es un indicador del dinamismo del proceso de adquisición de los bancos más chicos por parte de los bancos grandes, según su participación en el total de los activos de la banca comercial. Por ejemplo, la participación de los 3 bancos más grandes (Bancomer, Banamex y Santander) en los activos totales, pasa de 63 por ciento en 1990, a 54 por ciento en 1994. La crisis cambiario-financiera marca un cambio drástico en la concentración de los activos por parte de los 3 bancos más grandes, pues su participación registra una drástica reducción al pasar del 54 por ciento en el año anterior, al 36 por ciento en 1995. Esta reducción de los activos bancarios inmediatamente después de la crisis cambiario financiera es un indicador de los efectos de la devaluación del peso en las hojas de balance de los bancos, pero también consecuencia de los elevados índices de cartera vencida que estos bancos registraron, como consecuencia de la expansión del crédito durante los años 1990-1994, a sectores de baja solvencia económica.

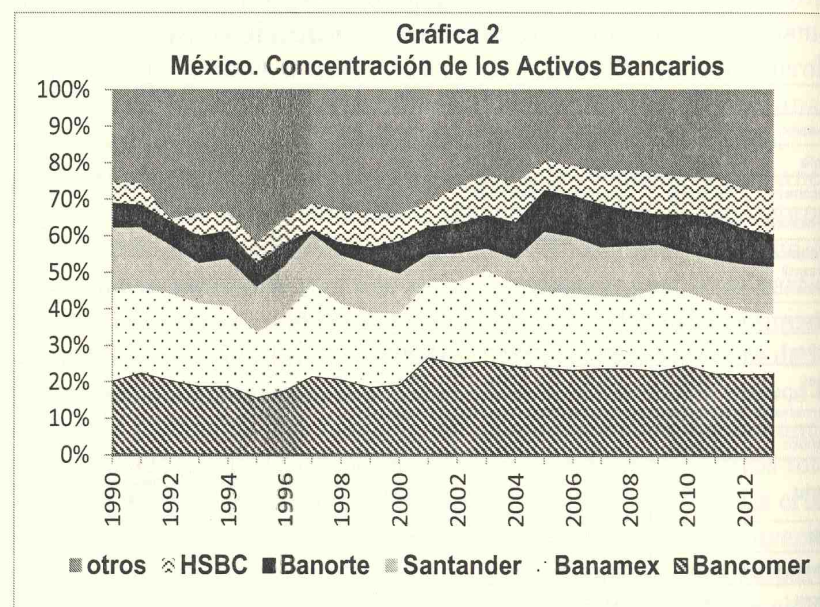
La segunda etapa comprende los años 1996-2002, y corresponde a la extranjerización de la banca nacional. La concentración de los activos en los 3 bancos grandes oscila entre el 50 por ciento en 2000, cuando ya se había concretado (1996-1998) la adquisición de Bancomer por BBVA y Serfin por Santander, y el 55 por ciento en 2002, después de la compra (2001-2002) de Inverlat por parte de Scotiabank, Bital por HSBC y Banamex por CitiCorp.

Cuadro 1
Sistema Bancario Mexicano
Proceso de fusiones y adquisiciones

	1990	1991	1992	1995	1996-1998	2000	2001	2002		
Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	Banamex	CitiCorp-Banamex			
Confía	Confía	Confía	Confía	Confía	CitiBank	CitiBank				
Bancomer	Bancomer	Bancomer	Bancomer	Bancomer		BBVA-Bancomer				
BCH-Unión	BCH-Unión	BCH-Unión	Promex							
Multibanco Mercantil de México	Probusa				BBVA					
Probusa										
Oriente	Oriente	Oriente	Oriente	Oriente						
Cremi	Cremi	Cremi	Cremi	Cremi						
Internacional	Internacional	Internacional	Internacional	Internacional	BITAL			HSBC		
Atlántico	Atlántico	Atlántico	Atlántico	Atlántico						
Inverlat	Inverlat	Inverlat	Inverlat	Inverlat	Scotiabank-Inverlat	Scotiabank-Inverlat	Scotiabank-Inverlat	Scotiabank-Inverlat		
Serfin	Serfin	Serfin	Serfin	Serfin	Serfin	Santander-Serfin				
Somex	Somex	Somex	Somex	Mexicano	Santander					
Bancen	Bancen	Bancen	Banorte	Banorte			Banorte			
Banco Mercantil del Norte	Banco Mercantil del Norte	Banco Mercantil del Norte	Banco Mercantil del Norte							
Banpaís	Banpaís	Banpaís	Banpaís							
Bancrecer	Bancrecer	Bancrecer	Bancrecer	Bancrecer-Banoro	Bancrecer					
Banoro	Banoro	Banoro	Banoro							

Fuente: Tomado de Clavellina Miller, José Luis (2013).

Finalmente, la tercera etapa comprende los años 2003-2013, que se caracteriza por la consolidación del doble poder de la banca; esto es, su poder oligopólico en el mercado de crédito y su poder oligopónico en el mercado de depósitos. Ello implicó un proceso de competencia y redistribución del mercado bancario entre los bancos más grandes; lo que explica la reducción de la participación en los activos totales de los 3 bancos más grandes debido al reposicionamiento de Banorte y HSBC, los otros dos bancos grandes, que elevaron su participación en el total de los activos (ver Gráfica 2).



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI y Banco de México

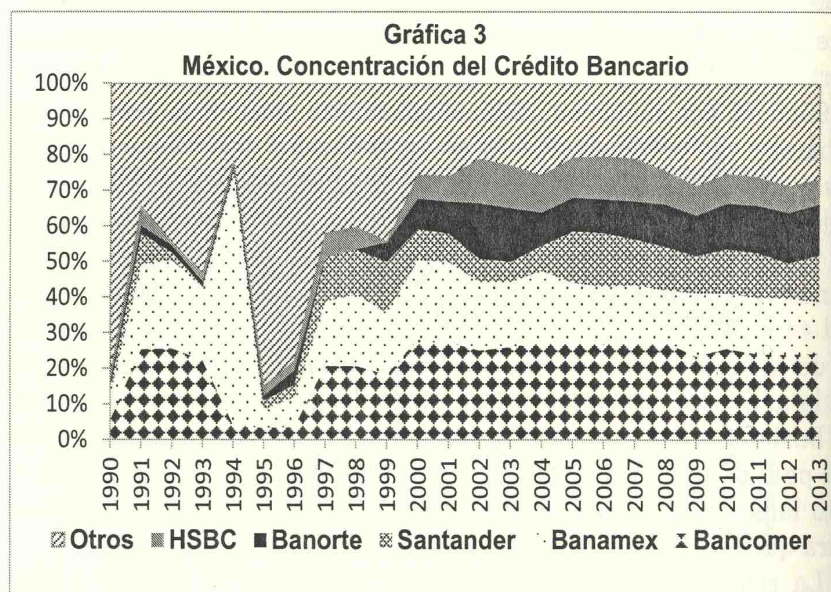
Con respecto al mercado de crédito, se observa un proceso de concentración en los tres bancos más grandes semejante al registrado en la estructura de los activos, por un lado, y una tendencia paulatina a elevar el crédito a actividades altamente rentables, como el crédito al consumo e hipotecario, y a reducir el crédito a las actividades productivas, por el otro. En la Gráfica 3 se muestra que

Bancomer, Banamex y Santander controlaban entre 2000-2007 casi el 60 por ciento del total del crédito otorgado por la banca comercial, para 2008-2013, esta participación se reduce al 52 por ciento. Esta reducción se debe a la mayor participación de Banorte y HSBC en el mercado de crédito, en específico del primero.

En ausencia de mecanismos de supervisión prudencial, la banca comercial contó con toda la libertad para incrementar de forma extraordinaria y acelerada el crédito; muestra de ello es el hecho de que los tres bancos más grandes (Bancomer, Banamex y Santander), en su conjunto elevaron su participación del 15 por ciento en 1990, a 76 por ciento en 1994, en el crédito total. Este crecimiento dinámico del crédito bancario es un indicador del relajamiento de las políticas de dichos bancos para otorgar crédito a prestatarios de baja solvencia económica, en particular para consumo y adquisición de vivienda. En los años, 1993-1994, el crédito otorgado por los tres bancos grandes se incrementó en 22 puntos porcentuales, al pasar del 44 al 76 por ciento, respectivamente; ello a pesar de que el índice de cartera vencida ya era alto. Esta situación y la desaceleración de la actividad económica hacia mediados de 1993, dejaban ver que la burbuja crediticia sería insostenible. Y, así fue, la devaluación del peso de finales de diciembre de 1994, fue el elemento que precipitó la crisis cambiario-financiera en ese año, pues las condiciones para que estallara la crisis bancaria estaban dadas.

La reacción inmediata de la banca comercial en general y, por tanto, de los tres grandes bancos que habían contribuido en gran medida a la expansión extraordinaria del crédito, fue la drástica contracción de éste entre 1995 y 1996. El crédito otorgado por los Bancomer, Banamex y Santander en su conjunto, registró una reducción estrepitosa e inmediata; del 76% en 1994, pasó al 11% en 1995, para registrar una leve recuperación en 1996, al aumentar al 16%. Ello agudizó los efectos recesivos e inflacionarios provocados por la devaluación, pues la insolvencia y quiebra de algunos bancos y la dolarización de los pasivos de la banca, empresas y gobierno elevaron la inestabilidad financiera descrita por Minsky (2008) en la hipótesis de la inestabilidad financiera.

A partir de 1997, los tres bancos grandes volvieron a expandir el crédito siguiendo, aunque su participación se ha reduciendo debido a que Banorte y HSBC han elevado su participación en el mercado de crédito. Cabe señalar que estos bancos, en general han continuado con las mismas políticas y prácticas crediticias que instrumentaron en los años 1991-1994; esto es, privilegiar el crédito al consumo en detrimento del financiamiento a las actividades productiva.

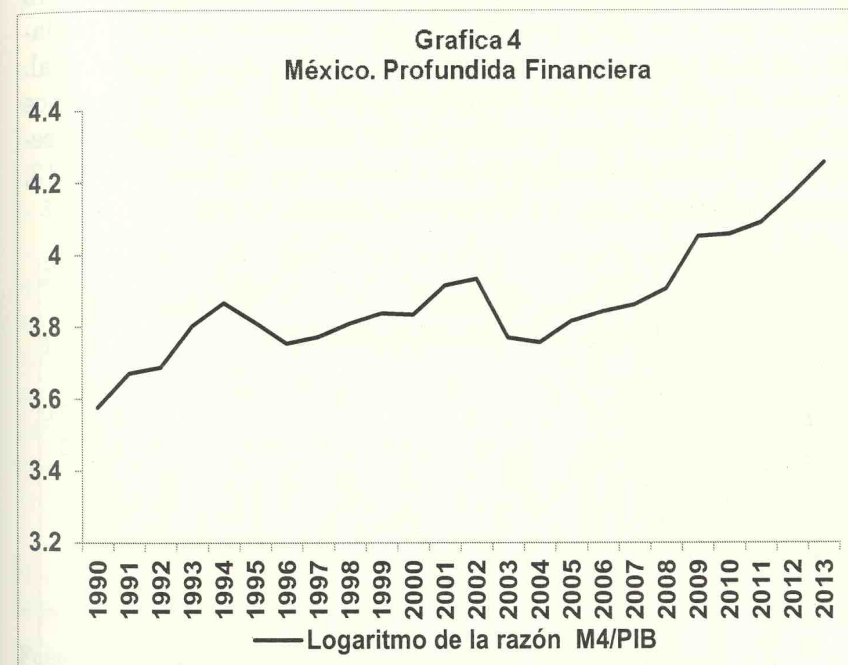


Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI y Banco de México.

El círculo vicioso: profundidad financiera y bajo financiamiento a las actividades productivas

Han sido diversas las variables que se han construido para medir el grado de desarrollo financiero ($M4/PIB$, cartera crédito/crédito total, crédito total/activos totales, etc.). Hemos tomado como variable *proxy* del desarrollo financiero la razón $M4/PIB$ en términos nominales, porque $M4$ es una medida amplia del dinero y el índice ($M4/PIB$)

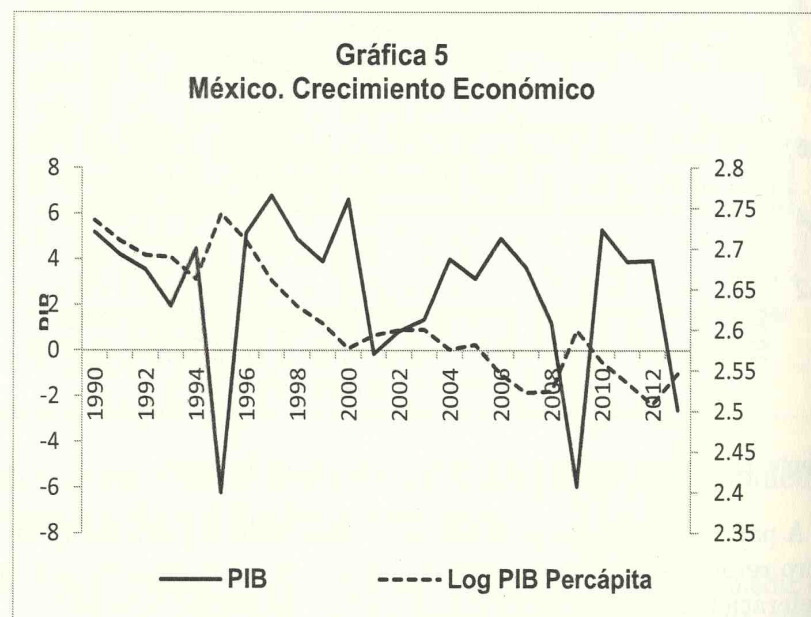
se incrementa (reduce) en el tiempo si el desarrollo del sistema financiero se acelera (desacelera) en comparación con el sector real de la economía (Asteriou y Price, 2000). En la Gráfica 4 se muestra el comportamiento del logaritmo natural de la razón $M4/PIB$, el cual registra una tendencia ascendente, con excepción de 1994-1995 donde se observa una reducción.



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI y Banco de México.

A partir de 2005, la profundidad y desarrollo del sistema financiero retoma su tendencia ascendente que se inició en 1990, con la aceleración de la desregulación del sector. En términos nominales, la razón $M4/PIB$, fue de 35.75 por ciento en 1990, y del 70.45 por ciento en 2013. De acuerdo con estos datos, podemos decir que el sistema financiero mexicano ha registrado un alto desarrollo. Sin embargo, la evolución positiva de la razón $M4/PIB$ contrasta con el

comportamiento del PIB per-cápita y del PIB. En la Gráfica 5 se muestra el logaritmo natural del PIB per-cápita y la tasa de crecimiento real del PIB; en el caso del PIB se observa un comportamiento irregular y con fuertes caídas en los años 1995, 2001, 2009 y 2013; en tanto que el PIB per-cápita registra una acelerada tendencia a disminuir. La mejora que registra este indicador en los años en que cae la tasa de crecimiento real del PIB crecimiento del PIB real, es resultado de la combinación de un incremento en la población (numerador) y una drástica caída del PIB (denominador) real. Prueba de ello es el hecho de que cuando el PIB creció en términos reales, el PIB per-cápita disminuye. En general, este indicador registro una tendencia a disminuir a lo largo del periodo 1990-2013, como resultado del bajo e irregular crecimiento del PIB.



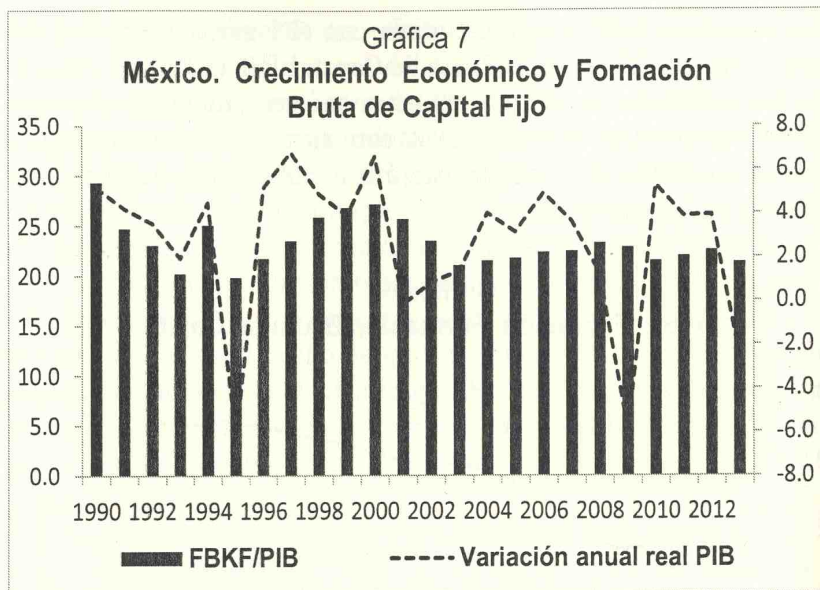
Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI y Banco de México.

La razón capital/trabajo, estimada con el logaritmo natural del cociente entre la Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF) y la Población Económicamente Activa, muestra un crecimiento rápido durante el periodo 1994-2001, en 2002 este ritmo se interrumpe, para continuar en 2003. A partir de este último año, el crecimiento tiende a estancarse (ver Gráfica 6).

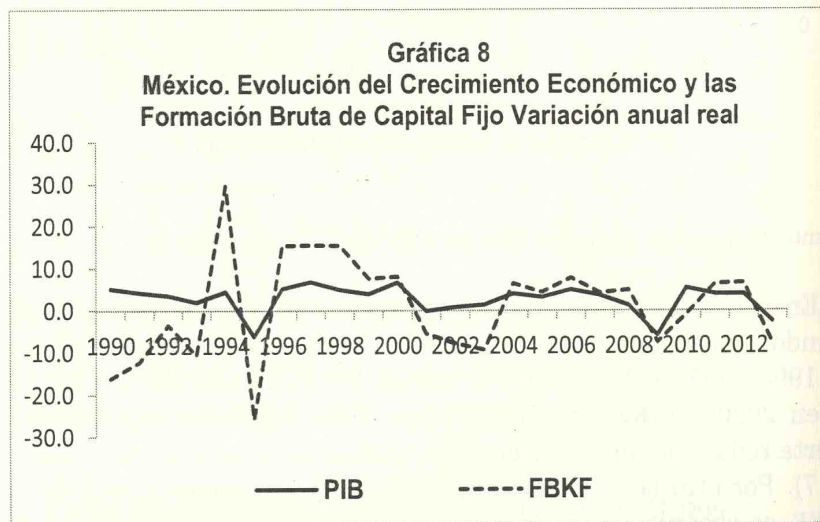


Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI y Banco de México.

En general, la FBKF, como proporción del PIB, ha venido registrando una disminución después de la crisis cambiario-financiera de 1994-1995; en 1990, este coeficiente fue de 29% en 2000, y del 27 % en 2000. En los últimos 13 años, dicho indicador registró una fuerte reducción; del 26 % en 2001, pasó al 21% en 2013 (ver Gráfica 7). Por otro lado, si revisamos la tasa de crecimiento real de la FBKF, se observa un crecimiento irregular, muy semejante al crecimiento del PIB, pero con caídas más pronunciadas que las de éste (ver Gráfica 8)



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI y Banco de México.



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI y Banco de México.

Estos indicadores nos conducen a sostener que: por un lado, el debilitamiento de la FBKF ha sido uno de los factores determinantes del bajo e irregular crecimiento de la economía; por el otro, y que la mayor profundidad o desarrollo del sistema financiero, medido por la razón M4/PIB, esta desvinculado del sector real de la economía. En otras palabras, el sistema bancario mexicano ha dejado de cumplir la función de financiamiento de la inversión.

Después de la crisis cambiario-financiera de 1994-1995, la banca comercial elevó el racionamiento del crédito a las actividades productivas. Esta reducción se debe a varios factores. A nivel microeconómico, la banca comercial reactivo su estrategia de obtención de ganancias en el corto plazo, mediante la expansión del crédito a sectores altamente rentables, como el crédito al consumo e hipotecario. El elevado riesgo moral de estos sectores es más que compensado por las altas tasas de interés y comisiones que se cobran por los mismos, en particular por las tarjetas de crédito. Estas condiciones, y la baja elasticidad de este tipo de crédito a las variaciones de la tasa de interés, han convertido el crédito al consumo en una de las principales fuentes de generación de ganancias de la banca comercial. Ello a pesar de los elevados índices de cartera vencida que frecuentemente se registran en este tipo de créditos.

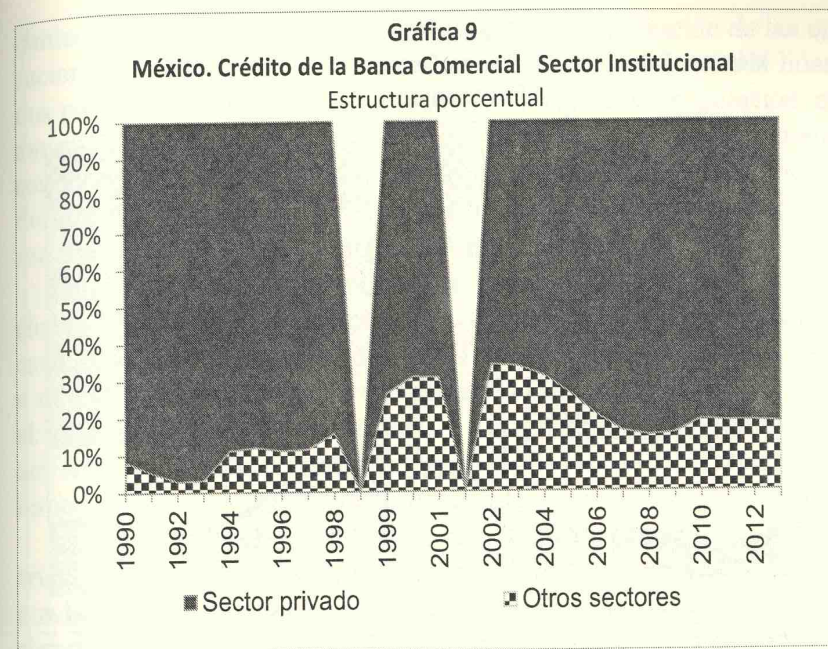
A nivel macroeconómico, a partir de 2001, la constante intervención del Banco de México en el mercado cambiario para evitar los efectos monetarios de los flujos de capital de corto plazo en la base monetaria, ha contribuido a la contracción del crédito a los sectores productivos. En la práctica, en 1996 el Banco de México inicia el tránsito hacia la adopción completa del modelo macroeconómico de metas de inflación y, con ello, la creciente emisión de títulos del gobierno para mantener estable el tipo de cambio nominal. De lo contrario, las variaciones en éste se hubiesen transmitido a los precios y, por tanto, la meta de inflación fijada en 2001 ($3\pm 1\%$) no se hubiera cumplido.

En consecuencia, la emisión de títulos públicos con fines anti-inflacionarios se ha convertido en un componente importante de la política monetaria para mantener la estabilidad de precios, al mis-

mo tiempo que se ha convertido en una fuente de ganancias atractiva y segura para la banca comercial, pues la tasa que devengan estos instrumentos es mayor que la tasa externa y tiene riesgo cero. Por otro lado, las expectativas inciertas sobre la recuperación de la actividad económica, generadas en gran medida por el ejercicio procíclico de la política fiscal y las altas tasas de interés activas, son dos factores que inhiben la demanda de crédito por parte de las empresas.

En la Gráfica 9 se observa que el crédito al sector privado se incrementó en los primeros años de la década de 1990, después de la crisis bancaria de 1994-1995, se registró un descenso paulatino hasta 2004. En 1990, el crédito al sector privado representó el 92% del crédito total de la banca comercial; para 2004, ese porcentaje se redujo al 69%; es decir, una reducción de 23 puntos porcentuales en 14 años. Si bien a partir de 2005, se observa una lenta recuperación del crédito al sector privado, la misma no logra alcanzar el nivel de 1990, ya que para 2013, el crédito al sector privado fue del 82%.

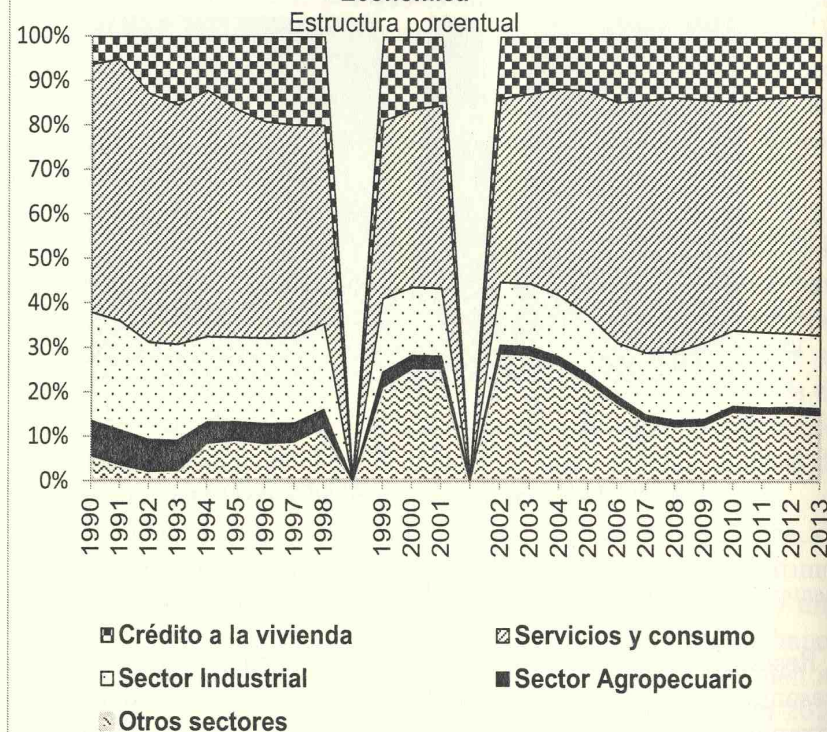
Ahora bien, la contracción del crédito fue más severa para los sectores industrial y agropecuario, en particular para este último; en tanto que los sectores servicios y consumo han mantenido una elevada su participación en el crédito total otorgado por la banca comercial. No obstante, ello, el crédito a estos sectores también se ha reducido; de representar 82% en 1990, se redujo a 65% en 2013 (ver Gráfica 10). La reducción del crédito a estos sectores se debe a que la banca comercial ha incrementado la tenencia de bonos públicos y sus inversiones en instrumentos sintéticos (derivados, *swaps*, etc.).



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI y Banco de México.

Resumiendo, la actual estructura de la banca privada mexicana presenta las siguientes características por: a) el dominio del capital extranjero y una elevada concentración de activos y pasivos en los 5 bancos más grandes; b) la consolidación del doble poder de mercado; el poder oligopsónico en el mercado de crédito, que le permite establecer tasas de interés superiores a las tasa de los títulos públicos y tasas externas, y el poder oligopsónico en el mercado de depósitos, para fijar tasas pasivas menores a los títulos públicos; c) su carácter rentista y especulador generador de inestabilidad; d) una débil intermediación financiera con las actividades productivas y elevados márgenes de ganancias a pesar de la reducción de los costos de intermediación; y e) el reforzamiento de la dolarización de los pasivos bancarios.

Gráfica 10
México. Crédito de la Banca Comercial Por Actividad Económica



Fuente: Elaboración propia con datos del INEGI y Banco de México.

Conclusiones

La política de desregulación financiera propició la contracción del crédito a las actividades productivas y profundizó el carácter rentista y especulativo de la banca comercial. Ello explica que la banca dejara de cumplir su función histórica de intermediación, esto es, financiamiento de las actividades productivas y, por tanto, del cre-

cimiento económico de un país. Asimismo, la concentración de las operaciones activas y pasivas en cinco grandes grupos financieros liderados por el capital extranjero es resultado de dicha desregulación, que asumía implícitamente que la eliminación de los mecanismos de control y supervisión conduciría automáticamente a un incremento del ahorro interno y externo y a una integración eficiente del sistema financiero mexicano a los mercados financieros internacionales.

De la revisión de la literatura sobre la relación desarrollo financiero y crecimiento económico tanto a nivel general como para el caso de México, se desprenden resultados no concluyentes en torno a que el sistema financiero determine el crecimiento económico. En el caso de México, la reducción o racionamiento del crédito a las actividades productivas es paralela al proceso de liberalización financiera.

La reducción del crédito a sectores productivos, como el industrial y agropecuario, en el contexto del débil crecimiento provocado por la política macroeconómica de metas de inflación, reproduce un círculo vicioso entre el financiamiento bancario y el crecimiento económico. Las bajas expectativas sobre el crecimiento futuro de la economía desalientan las decisiones de nuevas inversiones, pero esta situación es reproducida por la contracción del crédito a las actividades productivas. En un contexto de bajo crecimiento del producto y el empleo, el crédito al consumo y a la vivienda no es la mejor estrategia para inducir el crecimiento de la demanda agregada.

En la medida que la banca comercial continúe racionando el crédito a las actividades productivas, por un lado, y expandiendo el financiamiento al consumo y sus inversiones en instrumentos derivados, por el otro, la recuperación del crecimiento en los países en desarrollo se ve lejana; en tanto que la inestabilidad financiera es una amenaza latente. Ello es así, debido a que el crédito al consumo e hipotecario crece a un ritmo mayor que el ingreso, lo que eleva el índice de cartera vencida de la banca comercial.

Bibliografía

Andriesz, Ewa, Dimitrios Asterious y Keith Pilbean (2003), "The linkage between financial liberalization and economic development: Empirical evidence from Poland", *City University Economic Discussion Papers* 03/03, School of Social Sciences, Londres.

Arestis, P. y P. Demetriades (1999), Finance and growth: Institutional considerations, financial policies and causality", *Zagreb International Review of Economics and Business*, No. 2, pp. 37-62.

Asterious, Dimitrios y Simon Price (200), "Financial development and economic growth: Time series evidence for the case of UK", *Ekonomia*, Vol. 4(2), Cyprus Economic Society and University of Cyprus, invierno, pp. 122-141.

Bagehot, Walter (1873), *Lombard Street: A description of the money market*, Armstrong y Company.

Bandiera, O., Caprio, G.; Honohan, P. y Schiantarelli, F. (2000), "Does Financial Reform Raise or Reduce Saving?", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 82(2), pp. 239-263.

Basilio, Morales Eufemia (2012), "La política fiscal y el ciclo económico. Déficit público y estabilizadores automáticos. El caso de México", Tesis de Doctorado, Facultad de Estudios Superiores Acatlán-UNAM, México.

Beck, T., R. Levine y N. Loayza (2000), "Finance and the sources of growth", *Journal of Financial Economics*, No. 58, pp. 261-300.

Beck, Thorsten, and Ross Levine (2004), "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel

Evidence", *Journal of Banking and Finance*, Marzo, Vol. 28 (3), pp. 423-442.

Bencivenga, V. R. y B.D. Smith (1991), "Financial intermediation and endogenous growth", *Review of Economic Studies*, No. 58, pp. 195-209.

_____ (1993), "Some consequences of credit rationing in an endogenous growth model"; *Journal of Economic Dynamic and Control*, No. 17, pp. 97-122.

Buffie, Edward (1984), "Financial repression, the New Structuralists, and stabilization policy in semi-industrialized economics"; *Journal of Development Economics*, Vol. 14(3), abril, pp. 304-322.

Carlin, W. y C. Mayer (2003), Finance, investment and growth, *Journal of Financial Economics*, No. 69, pp. 191-226.

Chick, Victoria (1993), "The evolution of the banking system and the theory of monetary policy", en Stephen F. Frowen (ed.), *Monetary theory and monetary policy: new tracks for the 1990s*, pp. 79-92, New York: Palgrave Macmillan.

Clavellina Miller, José Luis (2013), "Crédito bancario y crecimiento económico en México", *Revista Economía Informa*, No. 378, enero-febrero, Facultad de Economía-UNAM, México, pp. 14-36.

De Gregorio, J. y P. Guidotti (1995), "Financial development and economic growth", *World Development*, Vol 23(3), pp. 433-448.

De la Cruz, José L. y José A. Alcántara L. (2011), "Crecimiento económico y el crédito bancario: Un análisis de causalidad para México", *Revista de Economía*, Vol. XXVIII (77), julio-diciembre, México, pp. 13-38.

Demirgüç-Kunt; Asli and Vojislav Maksimovic (1998), "Law, finance, and firm growth", *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, pp. 2107-2137.

Demirgüç-Kunt A. y R. Levine (2001a), "Financial structure and economic growth: Perspective and lessons"; en Demirgüç-Kunt A. y R. Levine (Eds.), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, Cambridge, MA, MIT Press, pp. 3-14.

_____ (2001b), "Bank-based and market-based financial system: Cross-country comparison", en Demirgüç-Kunt A. y R. Levine (Eds.), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, Cambridge, MA, MIT Press, pp. 81-140.

Fry, Maxwell J. (1989), "Financial development: Theories and recent experience", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 5(4), invierno, pp. 13-28.

_____ (1997), "In favour of financial liberalization", *The Economic Journal*, Vol. 107(442), Royal Economic Society, mayo, pp. 754-770.

Goldsmith, Raymond (1969), *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press.

Greengood, J y Boyan Jovanovic (1990), "Financial development, grow and the distribution of income", *Journal of Political Economy*, No. 98, pp. 1076-1107.

Hicks, J. (1969), *A theory economic history*, Oxford University, Clarendon Press.

King, Robert y Ross Levine (1993a) "Finance and growth: Schumpeter might be right", *The Quarterly Journal of Economic*, Vol. 108(3), Harvard University, agosto, pp. 717-738.

_____ (1993b), "Finance, entrepreneurship and growth: Theory and evidence", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32(3), diciembre, pp. 513-542.

La Porta, R., F. López-de Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1999); "Corporate Ownership around the world", *Journal of Finance*, No. 54, pp. 471-517.

Levine, Ross (1995), "¿Es importante el sistema financiero?", en *Crecimiento económico: Teoría, instituciones y experiencia internacional*, Banco de La República y Banco Mundial, pp. 366-384.

_____ (2003), More on finance and growth: More finance more growth?, *Federal Reserve Bank of St. St. Louis Review*, Vol. 85(4), pp. 31-46.

_____ (2005), "Finance and growth": Theory and evidence", en P. Aghion y S. N. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth 1A*, Elsevier, Amsterdam, pp. 865-934.

Levine, R. y S. Zervos (1998), "Stock markets, banks and economic growth", *American Economic Review*, No. 88, pp. 357-558.

Levine, R., N. Loayza y T. Beck (2000), Financial intermediation and growth: Causality and causes", *Journal of Monetary Economics*, No. 46, pp. 31-77.

Lucas, R, E, Jr. (1988), "On the mechanics of development planning", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22(1), pp. 3.42.

McKinnon, R. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution. Washington, D.C.

Minsky, Hyman (2008), *Stabilizing an unstable economy*, McGraw-Hill, USA.

Ortíz, Palacios Luis A. (2009), "El carácter rentista y especulativo de la banca mexicana: restricción crediticia y altos márgenes de ganancias", *Revista Economía Informa*, No. 361, Facultad de Economía-UNAM, pp. 25-40.

Rajan, R. G. y L. Zingales (1998), "Financial dependence and growth"; *American Economic Review*, No. 88, pp. 559-596

Robinson, J. (1952), "The generalisation of the general theory", en *The Rate Interest and Others Essays*, Londres, Macmillan, pp. 69-142.

Rodríguez, D. y F. López (2009), "Desarrollo financiero y crecimiento económico en México", *Revista Problemas del Desarrollo*, Vol. 40(159), Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM, México, pp. 39-60.

Ruiz, Porras Antonio ((2004), "Mercados financieros y crecimiento económico y crecimiento económico en América Latina: Un análisis econométrico", *Revista Análisis Económico*, Vol. XIX (40), pp. 141-165.

Schumpeter, J. (2004), *The theory of economic development*, Décima reimpresión del original de 1911, por Transaction Publishers, New Brunswick, New Jersey. USA.

Shaw, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press. New York.

Solís, Leopoldo (1996), *Crisis económico-financiera 1994-1995*, El Colegio Nacional y Fondo de Cultura Económica, México.

Solorza, Luna. Marcia L. (2008), "Nueva banca en México. Incorporación de sectores populares al financiamiento", *Revista Economía Informa*, No. 355, nov.-dic., pp. 108-120.

Stern, Nicholas (1989), "The economics of development: A survey", *The Economic Journal*, Vol. 99(397), Royal Economic Society, septiembre, pp. 597-685.

Stiglitz, Joseph (1993), *The Role of The State in Financial Markets*, World Bank Annual Conference on Development Economics.

Studart, R. (2003). "Integración financiera, inestabilidad y desempeño macroeconómico en los noventa: posibles conexiones perversas", en Guadalupe Mántey y Noemi Levy (Eds.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados*, Miguel Ángel Porrúa y ENEP-Acatlan-DGAPA, pp. 43-68.

Tadesse, S. (2002), "Financial architecture and economic performance international evidence", *Journal of Financial Intermediation*, No. 11, pp. 429-454.

Toporowski, Jan (2001), "El factor crítico de las finanzas en la economía del siglo XX", *Revista Momento Económico*, Instituto de Investigaciones Económicas-UNAM, No. 113, enero-febrero, pp.2-15, México.

____ (2013), "El neologismo como una innovación teórica en la economía: El caso de la financiarización"; en Noemi Levy y Teresa López (Comps.), *Financiarización y modelo de acumulación. Aportes desde los países en desarrollo*, Facultad de Economía-UNAM, México, pp. 31-46.

Venegas, F., Miguel Ángel Tinoco Z. y Victor Hugo Torres P. (2009), "Desregulación financiera, desarrollo del sistema financiero y crecimiento económico en México: Efectos de largo plazo y causalidad", *Revista Estudios Económicos*, Vol. 24(2), julio-diciembre, México, pp. 249-283.

Wijnbergen, Swder van (1983), "Credit policy, inflation and growth in financially repressed economic", *Journal of Development Economics*, Vol. 13(1-2), agosto-octubre, pp. 45-65.

SEGMENTACIÓN DEL MERCADO BANCARIO Y BAJO FINANCIAMIENTO A LA INVERSIÓN EN MÉXICO

*Luis Ángel Ortiz Palacios**

Introducción

La desregulación y liberalización financiera, entendidas como un proceso de eliminación de controles y mecanismos de supervisión operativos y geográficos, no debe considerarse una etapa del pasado, pues el dinamismo propio de las innovaciones financieras (nuevos productos, instrumentos y servicios) y el ininterrumpido proceso de globalización de los mercados financieros internacionales obligan a los sistemas financieros locales a continuar flexibilizando sus marcos legales y regulatorios para insertarse de forma más "eficiente" y "competitiva" a los mercados de capitales internacionales (Niskanke y Stein, 2003).

En el caso de los países en desarrollo, los hechos muestran que la integración de sus sistemas financieros a los mercados internacionales ha sido asimétrica y desventajosa, a lo que se suma la pérdida de margen de acción de sus bancos centrales para intervenir oportuna y eficazmente ante choques monetarios e inestabilidad en los mercados financieros internacionales. En efecto, la usencia de instrumentos y mecanismos de control y supervisión coercitivos y prudenciales impide detectar oportunamente irregularidades y prácticas especulativas de los intermediarios financieros bancarios y no bancarios (Guttman y Plihon, 2008).

* Profesor titular adscrito al Programa de Investigación de la Facultad de Estudios Superiores Acatlán de la UNAM.